

wtorek, 24 października 2017 | komentarz specjalny

Scenariusze wezwania na akcje Alior Banku

Pekao (PEO PW) | rekomendacja: akumuluj | cena docelowa: 145,42 PLN | cena bieżąca: 125,20**Alior (ALR PW)** | rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 90,00 PLN | cena bieżąca: 70,18 PLN**PZU (PZU PW)** | rekomendacja: akumuluj | cena docelowa: 51,83 PLN | cena bieżąca: 46,92 PLN

Opracowanie: Michał Konarski +48 22 438 24 05

Bank Pekao i Alior Bank poinformowały w raportach bieżących o podpisaniu listu intencyjnego w sprawie podjęcia wstępnych rozmów dotyczących potencjalnych strategii współpracy, które mogłyby zostać wypracowane w celu zwiększenia wartości dla akcjonariuszy oraz klientów. Przeprowadzenie stosownych analiz, z uwzględnieniem wymiany informacji poprzedzonej uzyskaniem odpowiednich autoryzacji, pozwoli ocenić zasadność tej współpracy w oparciu o różne scenariusze. Zarząd Banku Pekao wskazał, iż w ramach trwających prac nad aktualizacją strategii na najbliższe lata, dokonuje przeglądu potencjalnych możliwości inwestycyjnych. Rozważane na obecnym etapie scenariusze pozostają zróżnicowane, przy czym Bank Pekao podjął działania w sprawie rozpoczęcia prac mających na celu zbadanie wykonalności i opłacalności oraz dokonanie oceny możliwości i potencjalnych warunków przejęcia i/lub połączenia z Alior Bankiem. Obydwie spółki podkreśliły, że żadne decyzje w zakresie wyboru ewentualnego scenariusza współpracy nie zostały podjęte. Jednocześnie, Alior Bank przekazał opóźnioną informację poufną, dotyczącą przedniego podjęcia przez Zarząd spółki decyzji o powołaniu projektu, którego celem jest analiza opcji strategicznych w ramach Grupy PZU z uwzględnieniem potencjalnej transakcji połączenia z Bankiem Pekao. Uważamy, że połączenie obu banków może być problematyczne ze względu na wymaganą większość 2/3 głosów na WZA. Poniżej przedstawiamy 3 scenariusze dla Pekao, Alior Banku oraz PZU przy wezwaniu na 33%, 66% oraz 100% akcji Alior Banku przeprowadzone przez Pekao. We wszystkich scenariuszach zakładamy średnią cenę nabycia walorów Aliora na poziomie 70 PLN/akcję, która odpowiada średniej cenie nabycia przez PZU.

33% - niskie prawdopodobieństwo (PZU=; ALR=; PEO-)

Pekao przeprowadza zakup ~33% akcji Aliora od PZU po 70 PLN/akcję. Uważamy, że taka transakcja jest bardzo mało prawdopodobna ponieważ nie daje to możliwości Pekao do połączenia banków. Naszym zdaniem KNF nie wyda zgody na taką transakcję, ponieważ w Radzie Nadzorczej Alior Banku będą znajdować się przedstawiciele Pekao. Uważamy, że taka transakcja będzie miała neutralny wpływ na Alior Bank oraz PZU. Z kolei transakcja poprawiłaby ROE Pekao o 2 p.p., ale zmniejszyłoby dywidendę do 50%.

66% - scenariusz bazowy (PZU-; ALR+; PEO-)

Pekao przeprowadza zakup 66% akcji Aliora od PZU oraz z rynku. Uważamy, że wezwanie mogłoby się odbyć w przedziale 70 PLN/akcję (cena wyjścia PZU bez straty) do 78,50 PLN/akcję (górną granicę Pekao za jaką może przeprowadzić transakcję bez podwyższenia kapitału). Uważamy, że wyższa granica jest możliwa, aby zachęcić akcjonariuszy Alior Banku do sprzedaży akcji. Uważamy, że taka transakcja jest prawdopodobna ponieważ pozwoliłaby na połączenie obu banków. Niemniej jednak transakcja pozbawiła możliwości dywidendowe Pekao oraz osłabiłaby o co najmniej 3 mld PLN kapitały PZU. Z drugiej strony akcjonariusze Alior Banku nie mogliby liczyć na tempo w jakim Alior Bank do tej pory się rozwijał i za które płacili premię. Uważamy, że połączenie banków nie wygenerowałoby znaczących synergii kosztowych ze względu na bardzo wysoką efektywność kosztową obu banków (C/I ~40%), ale wygenerowałoby znaczące koszty integracji związane z implementacją systemu IT Alior Banku w Pekao. Ponadto ROE tak połączonego podmiotu poprawiłoby się w sposób minimalny.

100% - niskie prawdopodobieństwo (PZU-; ALR+; PEO-)

Pekao przeprowadza zakup 100% akcji Aliora od PZU po 70 PLN/akcję. Przy wezwaniu na całość Aliora Pekao musiałoby zaoferować premię do obecnej ceny rynkowej tak, aby zachęcić obecnych akcjonariuszy do wyjścia z inwestycji. Uważamy, że taka transakcja jest mało prawdopodobna ponieważ wymagałaby od Pekao podniesienia kapitału na poziomie co najmniej 2,3 mld PLN (przy 70 PLN na akcję), co wymagałoby od PZU dodatkowego zaangażowania kapitałowego. Uważamy, że połączenie banków nie wygenerowałoby znaczących synergii kosztowych ze względu na bardzo wysoką efektywność kosztową obu banków (C/I ~40%), ale wygenerowałoby znaczące koszty integracji związane z implementacją systemu IT Alior Banku w Pekao.

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Niniejsze opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Poland, Atal, BOŚ, Capital Park, Erbud, Kruk, PBKM, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Poland, Atal, Bank Pekao, Capital Park, Erbud, Ergis, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, PBKM, PGE, PKN Orlen, PKO BP, Polwax, PZU, Tarczyński, Vistal Gdynia, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Asseco Poland, Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, Boryszew, BZ WBK, Capital Park, Echo Investments, Elemental Holding, Enea, Erbud, Ergis, Erste Bank, Getin Noble Bank, Impexmetal, ING BSK, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Netia, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGE, PGNiG, PKO BP, Polwax, PZU, RBI, Skarbiec Holding, Stelmet, Sygnty, Tarczyński, TXM, Uniwheels, Vistal Gdynia, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: TXM.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak

+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski

+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala

+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron

dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek

+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec

+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Anna Łagowska

+48 22 697 48 25
anna.lagowska@mbank.pl

Adam Prokop

+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM

+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Jędrzej Łukomski

+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak

+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik

+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski

+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim

wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski

+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański

dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak

wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl